Aktienkurse im Höhenflug

11.11.2017 | Prof. Dr. Thorsten Polleit

Die Niedrigzinsphase dauert nicht nur weiter an. Sie dürfte vor allem auch die Bewertungen auf den Aktienmärkten und damit die Aktienkurse weiter in die Höhen treiben.

Die "digitale Revolution" ist in vollem Gange. Sie verändert die Art und Weise, wie, wo und wann Kunden sich informieren und kaufen, und wie, wo und wann Unternehmen produzieren und verkaufen. Neue Märkte entstehen. Etablierte Geschäftsmodelle kommen auf den Prüfstand. Firmen stehen unter Anpassungsdruck. Investoren vermessen Erfolgschancen neu. Eine „Gründerboom“-Stimmung macht sich breit.

Gerade in Zeiten umwälzender Neuerungen sollte der umsichtige Investor beachten, dass es zeitlos gültige Prinzipien für erfolgreiches Investieren gibt. Dazu zählt vor allem das "Preis versus Wert"-Prinzip. Der Preis ist das, was man für eine Aktie an der Börse bezahlt. Der Wert der Aktie ist die Summe der abdiskontierten Unternehmensgewinne. Das Investieren macht dann Sinn, wenn der Wert der Aktie deutlich über ihrem Preis liegt, wenn also die "Sicherheitsmarge" hoch ist. Und zwar aus zwei Gründen.

Erstens: Eine hohe Sicherheitsmarge reduziert das Risiko, Kapitalverluste zu erleiden. Nehmen wir an, Ihre Analyse zeigt, dass eine Aktie 100 Euro wert ist. Der Blick auf den Kurszettel zeigt nun aber, dass sie bei 60 Euro handelt. Folglich ist die Sicherheitsmarge 40 Euro (100 Euro minus 60 Euro oder 40 Prozent): Der Unternehmenswert kann um eben diesen Betrag (Prozentsatz) nachgeben, ohne dass Sie einen Kapitalverlust befürchten müssen.

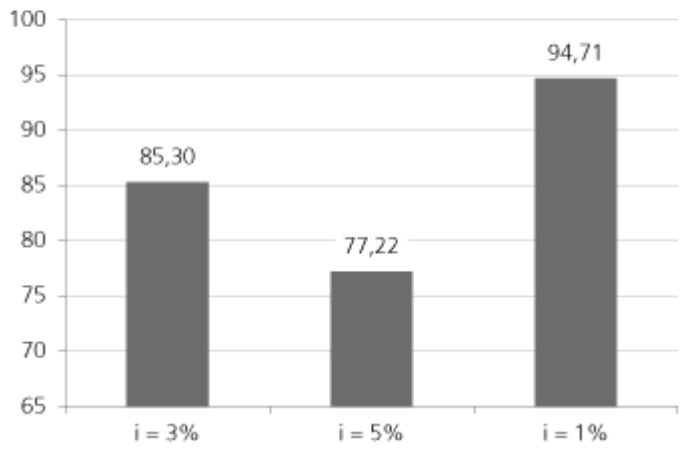
Zweitens: Wenn die Sicherheitsmarge hoch ist, erhöht sich ihre Investitionsrendite. Um im Beispiel zu bleiben: Kaufen Sie eine Aktie für 60 Euro, die 100 Euro wert ist, und steigt die Aktie nachfolgend auf eben diesen Wert, machen Sie eine Rendite von 66,7 Prozent - die Sie zur Rendite hinzurechnen können, die das Unternehmen künftig erzielen wird. Eine hohe Sicherheitsmarge ist folglich nicht nur ein "Risikopuffer", sondern auch ein Renditetreiber.

Gute Investitionsentscheidungen lassen sich nur treffen, wenn man mit hinreichender Genauigkeit weiss, wie hoch der Wert der Aktie ist, beziehungsweise in welcher Bandbreite er sich bewegt (auf die Nachkommastelle lässt er sich nicht ermitteln). Um den Wert einer Aktie zu bestimmen, sind vor allem zwei Faktoren bedeutsam: die zu erwartenden Unternehmensgewinne und der Diskontierungszins.

Wer dem "Preis versus Wert"-Prinzip folgt, wird erkennen: Es gibt Unternehmen, deren Erfolgschancen sich besser beurteilen lassen als die anderer Unternehmen; und dass es Unternehmen gibt, die man - aufgrund mangelnder Expertise - nur schwer oder gar nicht bewerten kann. Die Handlungsempfehlung liegt auf der Hand: Kaufe kein Unternehmen, dessen Wert Du nicht kennst, denn dann investierst Du nicht, sondern Du spekulierst und gehst unnötige Risiken ein.

1 Die Bedeutung des Zinses für den Wert

Barwert eines Zahlungsstromes in Abhängigkeit des Diskontierungszinses(1)



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.
(1) Annahme: Zehn Jahre lang beträgt der Gewinn 10 Euro pro Jahr.

Welchen Diskontierungszins soll man wählen? Je höher (niedriger) der Zins ist, desto niedriger (höher) ist der Wert der Aktie. Nehmen wir an, eine Firma erzielt in den kommenden zehn Jahren einen Gewinn von 10 Millionen Euro pro Jahr, und der Zins beträgt 3 Prozent. Der (Bar-)Wert der Aktie beträgt dann 85,30 Euro. Sie werden nicht mehr als das zahlen (ansonsten ist es lohnender, wenn Sie Ihr Geld zu 3 Prozent anlegen).

Haben sie nun aber zu 85,30 Euro gekauft, und fällt daraufhin der Marktzins auf 1 Prozent, steigen (Bar)Wert und damit der Preis Ihrer Aktie auf 94,71 Euro. Der gesunkene Marktzins beschert Ihnen einen Wert- und Kurszuwachs. Wenn der Marktzins aber auf 5 Prozent klettert, fällt der Börsenkurs auf 77,22 Euro - und Sie erleiden einen Verlust. Für den umsichtigen Investor ist folglich die Wahl des Diskontierungszinses von großer Bedeutung.

Mittlerweile befinden sich die Langfristzinsen für Staatsanleihen an der Nulllinie, für einige Kurläufer sind sie sogar negativ. Für den umsichtigen Investor stellen sich deshalb wichtige Fragen: Was ist der Grund für den Zinsniedergang? Werden die Zinsen niedrig bleiben - oder werden sie, müssen sie, wieder ansteigen? Und vor allem: Was ist der richtige, der sinnvolle Diskontierungszins?

Die extrem niedrigen Zinsen sind vor allem das Werk der Zentralbanken. Sie bestimmen als "Zinssetzer" die Kurz- und Langfristzinsen. Die Geldbehörden haben die Zinsen auf extrem niedrige Niveaus gedrückt, um die Kreditpyramide, die sie in den letzten Jahrzehnten mit ihrer Kreditexpansion errichtet haben, vor dem Einsturz zu bewahren. Im Grunde macht das weltweite Verschuldungsproblem eine Rückkehr zu höheren Zinsen unmöglich.

Vor allem in realer, das heißt in inflationsbereinigter Rechnung scheint eine "Zinsnormalisierung" unwahr-scheinlich zu sein. Die negativen Realzinsen sind ein von der Politik bevorzugtes Instrument, um die Schuldenlasten still und heimlich abzubauen - auf Kosten der meist uninformierten Gläubiger, die in der Regel auch nicht die Möglichkeit haben, der Entwertung ihrer Ersparnisse zu entkommen. Wenn nun der Marktzins geldpolitisch manipulierbar ist, und es zudem eine Notwendigkeit gibt, dass die Zinsen niedrig bleiben sollen: Was ist dann zu erwarten?

Die Antwort liegt auf der Hand: Die Wahrscheinlichkeit, dass die Zinsen da bleiben, wo sie sind, ist groß; und die Wahrscheinlich-keit, dass die Zinsen wieder steigen, ist klein. Keine erfreuliche Botschaft für alle, die ihre Altersvorsorge auf festverzinslichen Papieren aufbauen.

Aber auch für diejenigen, die in Aktien investieren, wirft das Niedrigzinsumfeld eine gewichtige Frage auf: Welchen Zins soll man zur Wertbestimmung zugrundelegen? Wählen Sie einen Zins, der zu hoch ist, entgehen Ihnen attraktive Investitionsmöglichkeiten, wenn sich nachfolgend herausstellt, dass der Marktzins niedriger ausfällt als erwartet. Legen Sie einen zu niedrigen Zins zugrunde, erleiden Sie Verluste, wenn die Zinsen höher ausfallen als erwartet. In diese Falle würde der Investor tappen, der beispielsweise mit einem historischen Durchschnittszins arbeitet in Höhe von, sagen wir, 5 Prozent, obwohl der Marktzins in den nächsten 10 Jahren nur bei 1 Prozent liegt.

Dann wird er heute Anlagen ausschlagen, die, sagen wir, 3 oder 4 Prozent bringen, und künftig wird er nur noch für 1 Prozent anlegen können. Nicht besser geht es dem, der eine Rendite von 0,4 Prozent zur Abdiskontierung verwendet, dann aber erkennen muss, dass der Marktzins auf 5 Prozent klettert. Er verpasst die Möglichkeit, sein Geld zu höherer Rendite anzulegen.

Die Bedeutung des Zinses lässt sich auch mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) illustrieren. Das KGV setzt den Aktienkurs ins Verhältnis zum Gewinn pro Aktie. Nehmen wir an, der Aktienkurs beträgt 150 Euro, der Gewinn pro Aktie 10 Euro. Das KGV ist 15. Diese Zahl lässt sich auf zwei Arten interpretieren.

Zum einen, dass der Anleger 15 Jahre warten muss, bis er seine Investition wieder eingespielt hat; und je höher (niedriger) das KGV ausfällt, desto größer (geringer) ist das Risiko für den Anleger. Zum anderen gibt das KGV Aufschluss über die Rendite: Der Kehrwert des KGV ist die Gewinnrendite: Bekommen Sie 10 Euro pro Jahr für eine Aktie, die Sie für 150 Euro kaufen, beträgt die Gewinnrendite 6,67 Prozent (10 Euro geteilt durch 150 Euro mal 100). Sie setzt sich aus zwei Elementen zusammen: dem Marktzins und einer Risikoprämie - denn der Aktionär wird nur investieren, wenn er für das Risiko bezahlt wird.

2 Die Zinsen fallen, die Aktienbewertung steigt

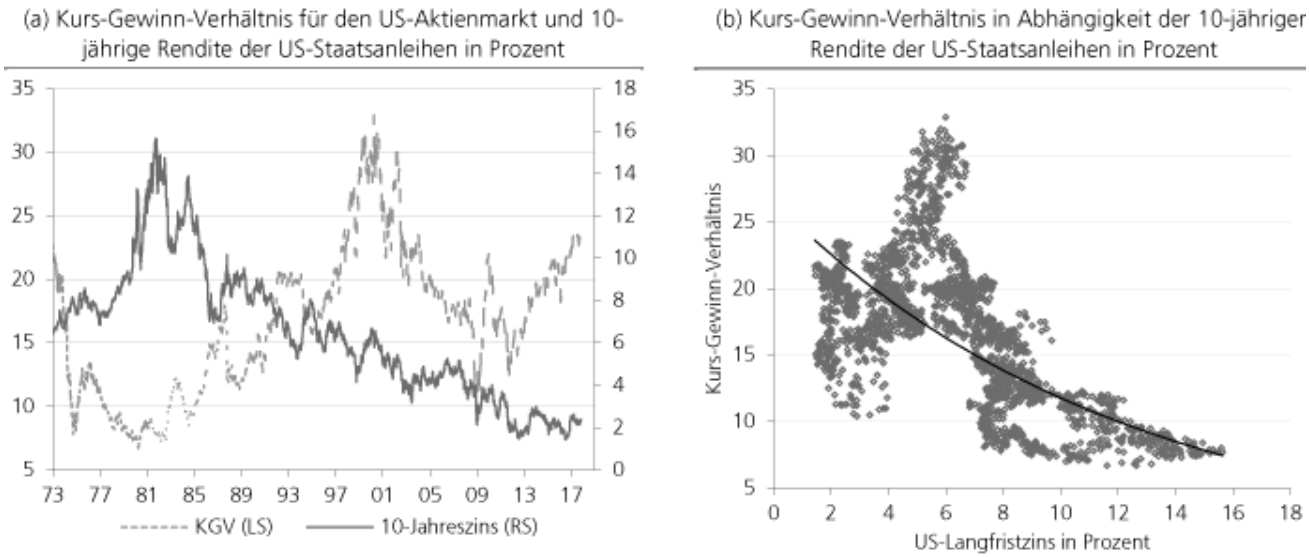


Abbildung links: Quelle: Thomson Financial. Periode: März 1973 bis November 2017.
Abbildung rechts: Quelle: Thomson Financial.
Periode: März 1973 bis November 2017. Die durchgezogene Linie soll den zugrundeliegenden Trend verdeutlichen.

Das durchschnittliche KGV für den US-Aktienmarkt in der Zeit 1973 bis heute betrug knapp 17, die durchschnittliche Gewinnrendite etwa 5,9 Prozent. Derzeit liegt das KGV bei knapp 24, die Gewinnrendite also bei 4,2. Nun zeigt aber das KGV keine Tendenz, um einen konstanten Mittelwert zu schwanken. Im Betrachtungszeitraum ist es vielmehr im Trendverlauf gestiegen. Beim Marktzins verhielt es sich umgekehrt: Er ist einem negativen Trend gefolgt.

Der negative Zusammenhang zwischen KGV und Marktzins ist nicht überraschend: Ein fallender Zins treibt das KGV in die Höhe (wenn die Risikoprämie gleich bleibt oder nur wenig steigt). Und dass sich die Marktzinsen im ungedeckten Papiergeldsystem immer weiter der Nulllinie annähern, ist absehbar: Nur durch das Herunterdrücken des Zinses lässt sich der Schuldenturm vor dem Einsturz bewahren.

Was wäre, wenn sich die künftige Gewinnrendite zurückbildet, weil die Marktzinsen - ausgehend vom aktuellen US-amerikanischen Niveau - ihren Abwärtstrend beibehalten und sich so etwas wie "japanische Verhältnisse" im Zinsmarkt zementieren? Ein KGV von gut 30 könnte die neue Norm werden. Bei gegebenen Gewinnen hieße das, über den Daumen gerechnet, eine Steigerung der Aktienkurse um 25 Prozent. Ein plausibles Szenario. Und aus diesem Blickwinkel heraus betrachtet, scheinen die Aktienmärkte zum aktuellen Bewertungsniveau immer noch nicht "zu teuer" zu sein:

Sie stellen dem Anleger weitere Bewertungszugewinne in Aussicht - wenn, ja wenn die Zinsen niedrig bleiben beziehungsweise weiter absinken. Man sollte jedoch daraus keine vorschnellen Schlüsse ziehen, sich nicht ermuntert sehen, blindlinks in die Aktienmärkte zu investieren.

Die Bedenken richten sich vor allem an die Anleger, die der Auffassung sind, man könne nicht dauerhaft besser abschneiden als der Aktienmarkt - dass also die systematische Erzielung von "Überrenditen" unmöglich sei und man daher am besten Aktienindex-Zertifikate oder Aktienindex-ETFs kauft. Diese Index-Strategie ist zwar einfach und ohne großen Aufwand umsetzbar. Im aktuellen Umfeld hat sie allerdings - und das gilt es zu bedenken - vor allem drei Nachteile.

(1) Aktienindizes enthalten stets Unternehmen, die wenig attraktiv sind, weil sie zum Beispiel in reifen Märkten operieren, und die folglich nur noch unterdurchschnittliche Wachstums- und Gewinnzuwächse in Aussicht stellen, oder sie erzielen eine geringe Kapitalrendite, fallen im Wettbewerb zurück. Wer solche Unternehmen per Indexkauf in sein Portfolio aufnimmt, bezahlt das mit einem Renditeabschlag.

(2) Das "Preis versus Wert"-Prinzip lässt sich nicht anwenden: Man erwirbt nicht nur alle im Index enthaltenen Aktien, sondern man übernimmt sie auch entsprechend ihrer Indexgewichtung. Letztere stellt aber nicht sicher, dass Aktien, die eine hohe Sicherheitsmarge haben, höher gewichtet werden, und dass Aktien, die eine geringere Sicherheitsmarge haben, geringer gewichtet werden, wie es sinnvoll ist.

(3) Die weitere Zinsentwicklung ist und bleibt unsicher. Auf steigende Bewertungen zu setzen, ist riskant.

Besser ist es, gezielt in Unternehmen zu investieren, die lange Zeit in der Lage sind, eine hohe Rendite auf das Eigenkapital zu erzielen und den Gewinn pro Aktie zu steigern. Sie sorgen "ganz natürlich", quasi aus sich heraus für hohe Investitionsrenditen - und profitieren auch von höheren Bewertungen, sollten sie sich denn einstellen.

Diese drei Nachteile der Index-Strategie können in Phasen technologischer Neuerungen - und hierzu ist die digitale Revolution zu rechnen - groß werden. Was ist die Alternative? Sie besteht darin, sehr wählerisch zu sein, ein bewusstes "Stock Picking" zu betreiben - und dabei diszipliniert das "Preis versus Wert"-Prinzips zu befolgen. Das, was Investoren wirklich wollen, lässt sich nämlich erreichen: hohe Renditechancen bei geringem Risiko.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit
Quelle: Auszug aus dem Marktreport der Degussa Goldhandel GmbH

Dieser Beitrag wurde auf WirtschaftsWoche Online am 8. November 2017 veröffentlicht.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de
Die URL für diesen Artikel lautet:
https://www.goldseiten.de/artikel/353501--Aktienkurse-im-Hoehenflug.html

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere AGB/Disclaimer!

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2024. Es gelten unsere AGB und Datenschutzrichtlinen.